

コーポレートガバナンス改革の更なる推進に向けた検討の方向性（案）

「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」
意見書（4）

I. はじめに

コーポレートガバナンス改革の「形式」から「実質」への深化に向け、2017年5月にスチュワードシップ・コードの改訂が、2018年6月にはコーポレートガバナンス・コードの改訂及び「投資家と企業の対話ガイドライン」の策定がそれぞれ行われた。足下では、多くの機関投資家において個別の議決権行使結果の公表が進んでいるほか、複数の独立社外取締役を選任する企業が9割を超えるなど企業の取組みにも着実な進捗が見られる。

本事務年度のフォローアップ会議においては、改革の実効性を高めるため、2018年11月より、両コード改訂等を踏まえた機関投資家と企業双方の取組みについて検証を行った。その一環として実施した海外機関投資家との意見交換においては、企業の利益追求と密接に関連した企業理念の明確化、企業年金に対する母体企業の責任、長期視点での対話の重要性、投資家の期待に対する上場企業の責任等についての示唆を得た。

他方、更なる課題としては、企業側について、

- ・ 指名・報酬委員会が設置されていながらも委員構成の偏り等により必ずしもその機能が十分発揮されておらず、必ずしも企業価値向上の観点から適切な資質を備えた独立社外取締役の選定につなげていない
 - ・ 企業年金の運用資産に占める政策保有株式が過大となっている例がある
- 等が指摘されている。

また、投資家側について、

- ・ 企業との対話の中身が依然として形式的なものに留まり、中長期的な企業価値向上に十分つなげていない
- ・ 企業開示の充実を求める一方で自らの説明責任を果たすことに必ずしも積極的ではない例がある
- ・ コンプライ・オア・エクスプレインの意義への認識不足等からコードの遵守状況の把握が機械的である

等が指摘されている。

こうした議論を踏まえ、フォローアップ会議としては、今後更にガバナンス改革の実効性向上を働きかけるとともに、本意見書において、次回スチュワードシップ・コード改訂などを見据えた当面の課題について、検討の方向性を示すものである。

II. スチュワードシップ

コーポレートガバナンス改革の実効性を高めるためには、投資家と企業の対

話の質の向上が必要である。運用機関による公表情報の拡充を一層進めることが、アセットオーナーに対する説明責任の遂行や企業との相互理解の深化による建設的な対話の促進につながるものと考えられる。

また、議決権行使助言会社や運用コンサルタントなどのサービスプロバイダーが運用機関のステュワードシップ活動に大きな影響を及ぼし得ることを踏まえ、サービスプロバイダーと企業との対話の実質化を促す取組みを進めることが極めて重要である。

こうした観点から、以下の課題を中心とした検討を更に加速していく必要がある。このほか、集团的エンゲージメントや投資先企業への関与の強化（いわゆるエスカレーション）の意義に関する指摘もあることから、これらについて引き続き検討を深めることとする。

1. 運用機関

運用機関において、自らのステュワードシップ活動について公表を行う動きが広がっており、ほぼ全ての大手機関投資家を含む 100 を超える機関が個別の議決権行使結果やステュワードシップ活動報告の公表を開始している。他方で、議決権行使に係る賛否の理由を公表する機関は 20 に留まっており、またステュワードシップ活動報告の記載内容についても機関毎に大きな差異が見られる状況であることから、運用機関は議決権行使の結果のみに留まらず、それに至るまでの企業との対話の内容に関する情報の公表を拡充すべきである等の指摘がある。さらに、利益相反管理を含む運用機関自身のガバナンス体制の強化が引き続き重要な課題として指摘されている。

建設的な対話の実質化に向けて、アセットオーナーへの説明責任を果たすとともに企業との相互理解を深める観点から、個別の議決権行使に係る賛否の理由や、企業との対話のプロセス及びその結果やコードの各原則の実施状況の自己評価等のより詳細な情報の公表を運用機関に促すことが重要である。

なお、運用機関が ESG に関する対話を行う場合には、企業の持続的な成長と中長期的な企業価値向上に結び付くものとなるよう意識することが期待される。

2. 企業年金等のアセットオーナー

インベストメント・チェーンの機能発揮を促すため、最終受益者の最も近くに位置し、企業との対話の直接の相手方となる運用機関に対して働きかけやモニタリングを行うアセットオーナーの役割が極めて重要である。

こうした観点から、2018 年のコーポレートガバナンス・コード改訂において、母体企業による人事・運営面でのサポートを求める原則が追加された。しかし依然として、ステュワードシップ・コードの受入れを行う企業年金は少数に留まっており、その背景として、企業年金の意義や責任に関する認識不足からステュワードシップ活動の範囲や程度が十分に理解されていない等の指摘がある。

引き続き、経済界をはじめとする幅広いステークホルダーとも連携しながら、企業年金のステュワードシップ活動を後押しするための取組みを推進することが重要である。

3. サービスプロバイダー

(1) 議決権行使助言会社

2017年のステュワードシップ・コード改訂において議決権行使助言会社の責務が明確化されたものの、その助言策定プロセスが依然として不透明であり、個々の企業の状況を実質的に判断するために必要な人的・組織的体制が備わっていないのではないかと等の指摘がある。

パッシブ運用が広く行われる中で多くの運用機関が議決権行使助言会社を利用している実態を踏まえると、企業の持続的成長に資する議決権行使が行われるためには、個々の企業に関する正確な情報を前提とした助言が運用機関に提供されることが重要である。

こうした観点から、議決権行使助言会社において、十分かつ適切な人的・組織的体制の整備と、それを含む助言策定プロセスの具体的な公表が行われるとともに、開示された情報に基づく判断のみならず、自らと企業との対話も積極的に実施することが期待される。

また、運用機関についても、企業との相互理解を深め、建設的な対話に資するため、議決権行使助言会社の活用の状況について、利用する議決権行使助言会社名や運用機関における助言内容の確認の体制、具体的な活用方法等のより詳細な情報の公表を促すことが重要である。

(2) 運用コンサルタント

全体の約3割の企業年金が、運用コンサルタントとの間に年金資産の運用に関するアドバイザリー契約を有するとのデータもある。運用コンサルタントが、顧客に対するその影響力を背景として、コンサルタント業務と併せて自らの投資商品の購入の勧誘を行う例も見られるとの指摘があるほか、運用コンサルタントが運用機関のステュワードシップ活動を適切に評価していないのではないかと懸念も指摘されている。

運用コンサルタントが企業年金等をサポートするステュワードシップ活動の主体の一つであるとの位置づけを明確化することにより、インベストメント・チェーンにおける自身の役割の認識のほか、利益相反管理体制の整備やその取組状況の公表等を運用コンサルタントに促すことが重要である。

Ⅲ. コーポレートガバナンス

資本コストを意識した経営や政策保有株式、取締役会の機能発揮等の課題に対応するため改訂されたコーポレートガバナンス・コードを踏まえた企業の取組みを引き続き検証するとともに、フォローアップ会議において以下の課題を含む横断的な検討を行うこととする。

1. 監査に対する信頼性の確保

いわゆる「守りのガバナンス」は、企業の持続的成長と中長期的な企業価値の向上を実現する上で不可欠な前提要素である。

特に内部監査部門がCEO等のみの指揮命令下となっているケースが大半を占め、経営陣幹部による不正事案等が発生した際に独立した機能が十分に発揮されていないとの指摘がある。

独立社外取締役を含む取締役会や監査役など経営陣から独立した監督機関に対しても直接報告が行われる仕組みの確立を促すことが重要である。

2. グループガバナンスの在り方

我が国のグループ経営について、事業ポートフォリオの見直しを含むグループ全体としての最適な経営資源の配分や、子会社のリスク管理が十分に行われていないのではないかと指摘があるほか、支配株主のいる上場会社（いわゆる上場子会社等）においては支配株主と一般株主との間に構造的な利益相反リスクがあるため、取締役会の独立性を高める必要があること等が指摘されている。

上場子会社等のガバナンスの問題をはじめとするグループガバナンスの議論において、とりわけ、上場子会社等に関しては、その合理性に関する親会社の説明責任を強化することや、東京証券取引所の独立性基準の見直しも念頭に置いて、支配株主から独立性がある社外取締役の比率を高めるなど、上場子会社等のガバナンス体制を厳格化することが求められている。

こうした議論も踏まえながら、一般株主保護等の観点からグループガバナンスの在り方に関する検討を進める。

IV. おわりに

今後さらにコーポレートガバナンス改革の実効性を高めるためには、先般の企業内容等の開示に関する内閣府令の改正を踏まえた政策保有株式等に関する開示情報の充実が見込まれる中、運用機関及びサービスプロバイダーがより深く企業を理解して対話することや、アセットオーナーが運用機関に対する働きかけ・モニタリングをより積極的に行うことが極めて重要である。投資家と企業の建設的な対話を通じた中長期的な企業価値の向上を実現するため、おおむね3年毎の見直しが予定されているスチュワードシップ・コードの更なる改訂も視野に入れた議論が更に深められていくことを期待している。

また、コーポレートガバナンスは市場構造の在り方と密接な関連を有する。今後、フォローアップ会議において、市場構造の見直しの動向を踏まえ、各市場の性格が明確化されていく中で、それにふさわしいガバナンスの在り方等も念頭に置きつつ、コーポレートガバナンス改革の更なる進展に向けた議論を進める必要がある。

<以 上>